

6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

As recentes reduções das taxas básicas de juros na economia, decididas pelo Comitê de Política Monetária (Copom), refletem a tendência declinante das taxas esperadas e efetivas de inflação, não obstante o repique pontual dos índices em janeiro último. Essa trajetória esperada, por seu turno, reflete a continuidade das pressões de valorização sobre a taxa nominal de câmbio acompanhada da percepção de estabilidade do nível de atividade econômica.

De acordo com as expectativas de mercado relativas à trajetória da taxa Selic, percebe-se, no período recente, um movimento no sentido de corrigir o descompasso marcante entre os níveis nominais efetivos (definidos nas reuniões do Copom) e aqueles esperados com base nas perspectivas de desempenho geral da economia e nas estimativas da função de reação da autoridade monetária (Gráfico 6.1).

A correção desse descompasso pode estar indicando um processo gradual em curso, de superação dos problemas de transparência e de comunicação do Banco Central (Bacen) com a sociedade e o mercado, aspecto-chave para a coordenação da formação de expectativas sob um regime de metas de inflação.

Além disso, o Gráfico 6.2 mostra — através da comparação entre as trajetórias da taxa Selic esperada para 12 meses, conforme a sondagem semanal do *Boletim Focus*, e da taxa de juros derivada do *swap* de DI x Pré para 360 dias — que esse recente movimento das expectativas de mercado em direção às efetivas realizações da taxa de juros básica na economia

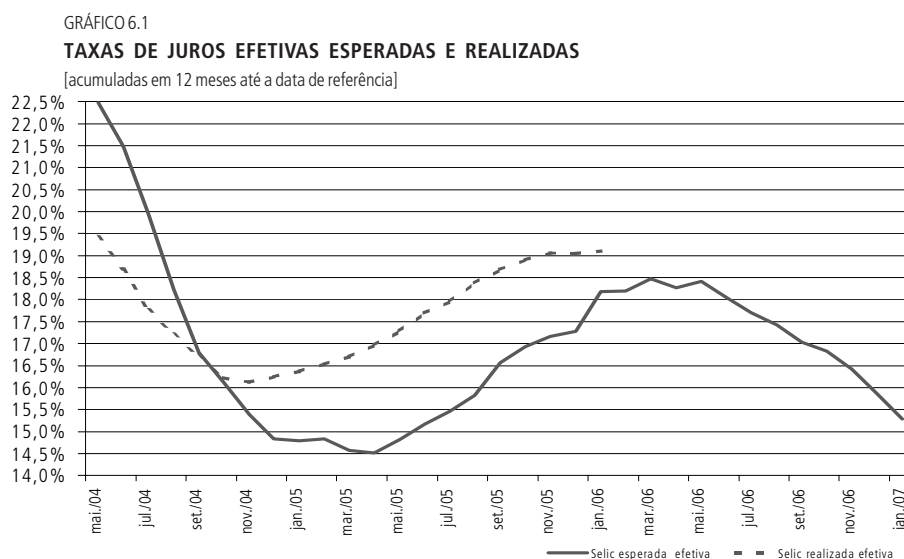
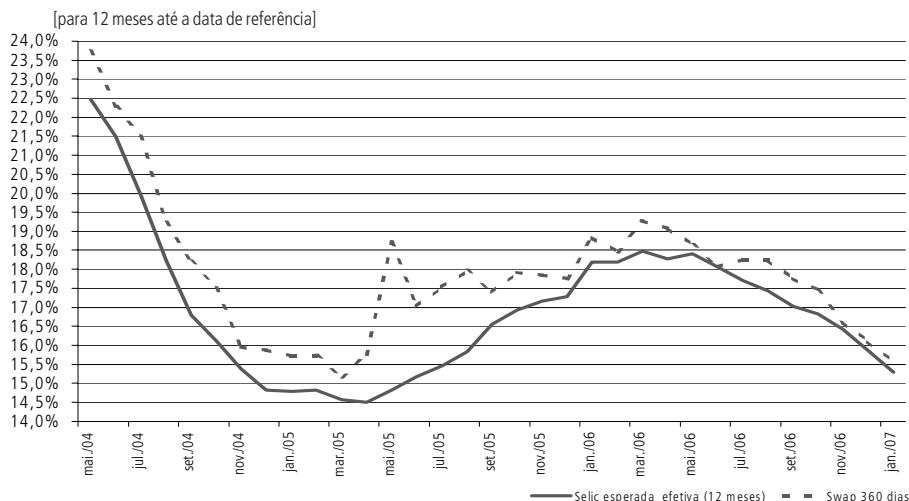


GRÁFICO 6.2
TAXAS DE JUROS EFETIVAS ESPERADAS



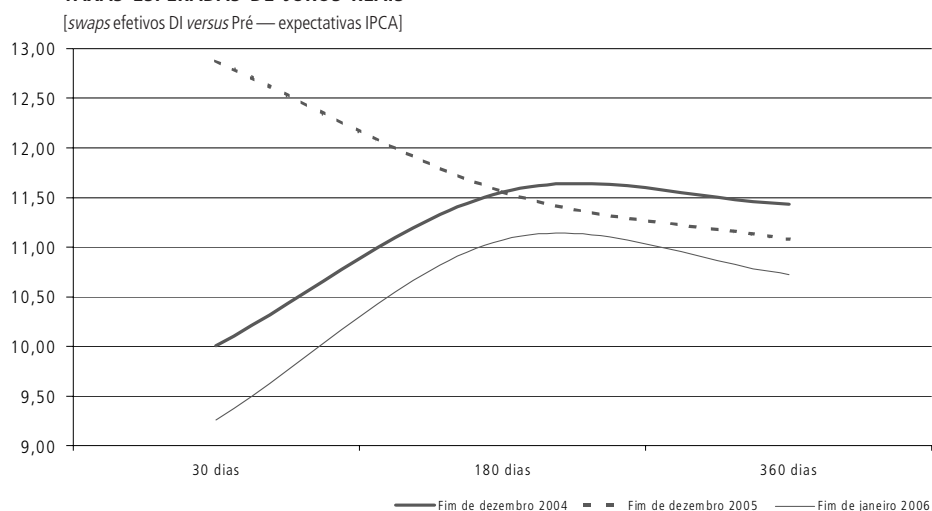
pode estar associado a menores graus de incerteza e de risco inerentes ao processo de formação das expectativas.

Assim, desde dezembro de 2004, a divergência entre as duas séries temporais parece seguir uma tendência de queda, que se acentuou, de forma mais nítida, a partir de outubro de 2005.

Do Gráfico 6.3 infere-se que a dificuldade enfrentada pela autoridade monetária na coordenação das expectativas de mercado implicou uma volatilidade muito mais intensa das taxas reais de juros de curto prazo relativamente à registrada pelas taxas de prazo mais dilatado.

Entre fins de dezembro de 2004 e de 2005, operou-se uma completa inversão da estrutura a termo das taxas reais de juros, com uma significativa abertura das taxas de curto prazo em relação às de prazo mais longo, as quais, por sua vez, em que pesem os níveis absolutos elevados, apresentaram queda de patamar. Não obstante, quando a curva da estrutura

GRÁFICO 6.3
TAXAS ESPERADAS DE JUROS REAIS

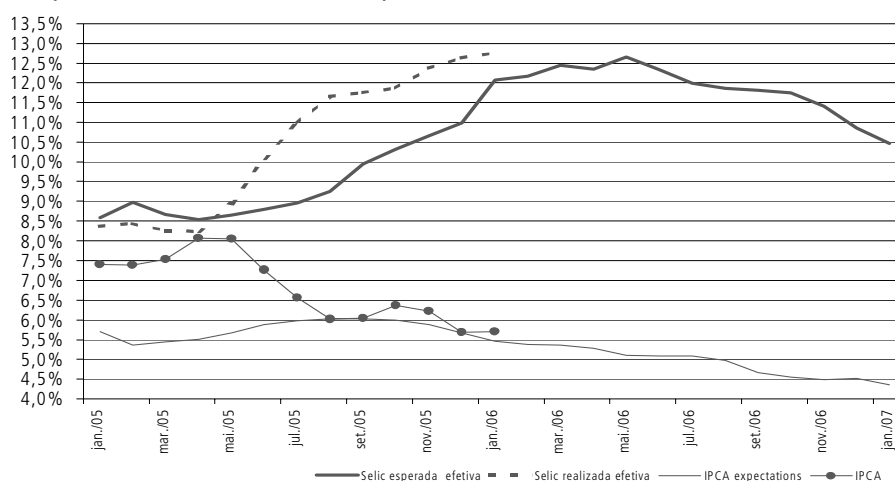


a termo das taxas de juros de fins de dezembro de 2004 é comparada com a vigente em fins de janeiro de 2006, percebe-se a ocorrência de um deslocamento paralelo descendente no período, com a volta de seu formato peculiar anterior, de U invertido.

Apesar de gradual, no entanto, a flexibilização recente da política monetária tem ocorrido de forma consistente com as diretrizes da autoridade monetária, priorizando sempre a eliminação sumária de qualquer risco de recrudescimento da inflação de demanda, através da tentativa de ajustes na inclinação da curva da estrutura a termo das taxas de juros.

O Gráfico 6.4 indica a postura conseqüente da política monetária, através das trajetórias esperadas e realizadas das taxas de inflação e de juros reais básicos na economia, acumuladas em 12 meses até a data de referência, desde janeiro de 2005. Essa postura tem sido consistente para manter controladas as freqüentes revisões na trajetória esperada da inflação por parte dos agentes públicos e privados.

GRÁFICO 6.4
TAXAS DE JUROS EFETIVAS REAIS E DE INFLAÇÃO ESPERADAS E REALIZADAS
[acumuladas em 12 meses até a data de referência]



AGREGADOS MONETÁRIOS

Em termos dos saldos nominais médios, a base monetária apresentou retração de 1,6% em janeiro de 2006 com relação a dezembro de 2005. Esse movimento implicou uma taxa acumulada de crescimento de 12,4% nos 12 meses terminados em janeiro de 2006 e, portanto, um ritmo de crescimento similar ao que se pode observar em períodos mais recentes, embora significativamente inferior àquele registrado entre setembro de 2004 e agosto de 2005, com taxas acumuladas em 12 meses invariavelmente situadas acima de 13%.

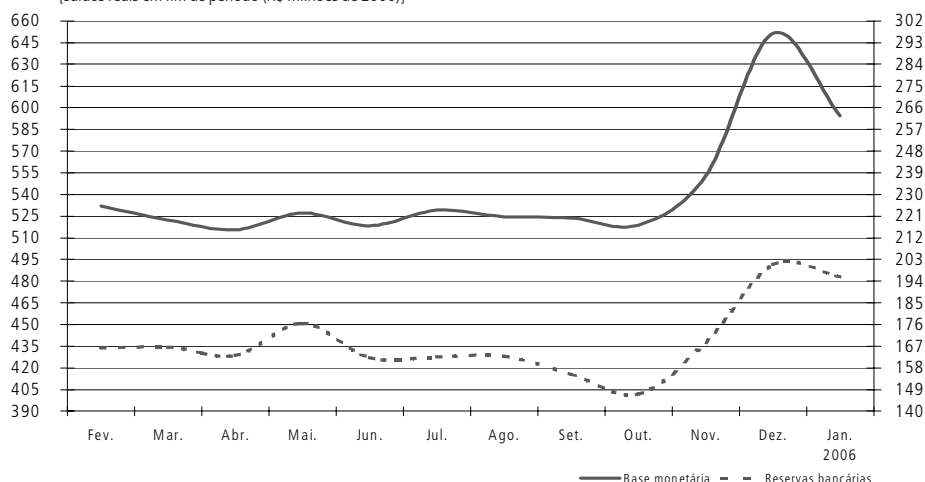
Ao longo do trimestre encerrado em janeiro, o comportamento da base monetária refletiu a trajetória das reservas bancárias, ainda que a influência destas tenha sido parcialmente compensada pela manutenção do ritmo de crescimento da emissão de papel moeda (Gráfico 6.5).

No que tange aos saldos em final de período, o estoque de base monetária registrou dinâmica similar à de seus saldos médios, apresentando uma trajetória contínua de aceleração

GRÁFICO 6.5

BASE MONETÁRIA E RESERVAS BANCÁRIAS

[saldos reais em fim de período (R\$ milhões de 2000)]

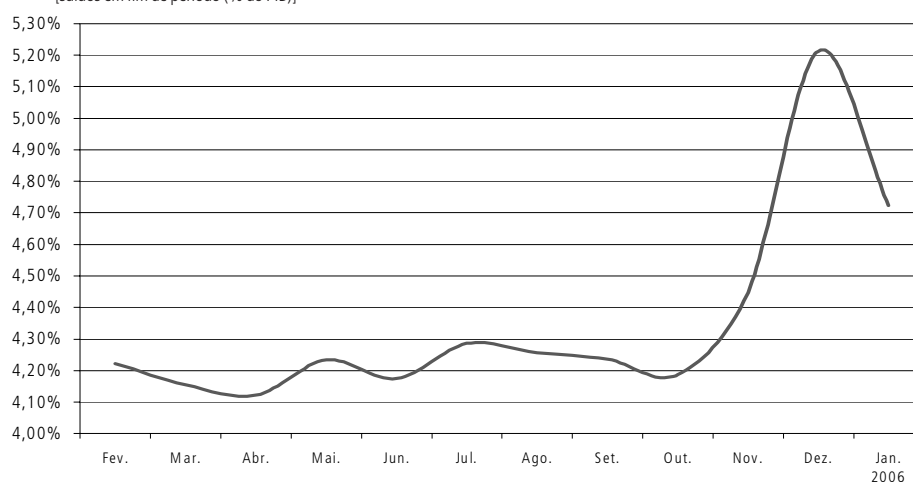


Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 6.6

ESTOQUE DE BASE MONETÁRIA

[saldos em fim de período (% do PIB)]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

(em termos reais e como proporção do PIB) desde outubro de 2005, mas interrompida abruptamente em janeiro de 2006 (Gráficos 6.5 e 6.6).

Na Tabela 6.1 são apresentados, em termos reais, os fatores condicionantes da arrecadação mensal da senhoriagem pelo governo federal. Através dela infere-se que, entre janeiro e fevereiro de 2006, a menor influência das operações do setor externo (a qual, não obstante, manteve-se expansionista), a conta do Tesouro Nacional e as operações com títulos públicos federais por parte da autoridade monetária converteram-se nos principais fatores de compressão da captação de senhoriagem do governo federal.

Por outro lado, a contração da base monetária e a queda das reservas bancárias sugerem a ocorrência de um movimento de desaceleração no ritmo geral da expansão do crédito no início de 2006 (Tabela 6.1 e Gráficos 6.5 e 6.6), algo aparentemente corroborado, ainda,

TABELA 6.1

FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA: FLUXOS ACUMULADOS NO MÊS

[R\$ milhões de 2000]

Período	Conta do Tesouro Nacional ^a	Operações c/títulos públicos federais		Operações do setor externo	Operações de redesconto do Bacen	Depósitos de instituições financeiras ^b	Operações com derivativos - ajustes	Outras contas ^c	Variação da base monetária
		Bacen	Tesouro Nacional						
2003 Dez.	8.595	1.357	1.014	10	(3)	(1.222)	(1.840)	17	7.927
2004 Jan.	1.253	1.268	(12.199)	5.387	(4)	523	635	(7)	(3.146)
Fev.	(4.505)	(644)	4.872	15	48	475	(289)	8	(22)
Mar.	(3.917)	(7.969)	7.782	(14)	(48)	628	(493)	(109)	(4.140)
Abr.	(6.655)	1.268	7.247	2	0	(244)	180	(10)	1.788
Mai.	(5.246)	19.754	(14.844)	6	4	134	1.043	12	864
Jun.	(2.559)	(1.662)	6.150	2	(4)	(842)	(256)	1	830
Jul.	(652)	3.878	1.506	(20)	(0)	(390)	(614)	(111)	3.597
Ago.	(4.408)	3.137	1.986	(1)	(0)	(358)	(1.014)	24	(635)
Set.	(2.679)	(3.125)	6.216	(11)	3	(226)	(942)	(101)	(867)
Out.	(2.091)	1.379	1.588	(3)	(1)	(308)	(57)	(8)	497
Nov.	(843)	(11.193)	15.524	6	(1)	76	(1.257)	44	2.356
Dez.	(1.902)	(11.925)	20.234	4.901	(1)	(1.076)	(1.079)	147	9.299
2005 Jan.	2.026	(2.936)	(7.128)	4.662	15	263	(486)	15	(3.568)
Fev.	(4.594)	(1.365)	(3.408)	6.455	(16)	210	(349)	130	(2.936)
Mar.	(4.903)	(7.201)	4.214	7.081	(0)	217	110	(81)	(562)
Abr.	(7.286)	5.978	1.137	(5)	(0)	(71)	(124)	49	(322)
Mai.	(3.248)	(2.538)	5.745	(1)	(0)	1.117	(157)	363	1.282
Jun.	(605)	(2.888)	2.691	(2)	(0)	(7)	(31)	24	(818)
Jul.	1.118	1.562	(982)	(12)	(0)	(283)	(6)	(217)	1.180
Ago.	(1.412)	5.119	(4.898)	8	(0)	756	(22)	144	(305)
Set.	156	(1.361)	1.737	(8)	(0)	(42)	(205)	(90)	187
Out.	(3.620)	4.281	(6.290)	4.945	(0)	630	(95)	7	(142)
Nov.	(5.036)	(6.471)	9.887	5.537	(0)	53	(305)	(20)	3.645
Dez.	(981)	(3.574)	9.992	5.976	(0)	(1.244)	(111)	93	10.152
2006 Jan.	6.330	4.440	(21.489)	3.555	(0)	484	1.138	152	(5.391)
Fev. Até o dia 20	(5.349)	(6.404)	5.276	2.420	(0)	(39)	1.057	26	(3.014)

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

^a Não inclui operações com títulos.^b Inclui compulsório sobre fianças, depósitos vinculados ao SBPE, depósitos relativos à insuficiência de aplicações em crédito rural, recolhimento do Proagro, depósitos de instituições financeiras — Resolução 2.461, adiantamentos sobre contratos de câmbio, exibilidade adicional sobre recursos à vista, depósitos a prazo e depósitos de poupança, depósito prévio para compensação e recolhimento de depósitos à vista não aplicados em microfinanças.^c Inclui créditos a receber do Departamento de Liquidações Extrajudiciais, aplicações da reserva monetária, despesas do Mecir e material de expediente, folha de pagamento, depósitos para constituição e aumento de capital, penas e custos sobre deficiência em reserva bancária e outras.

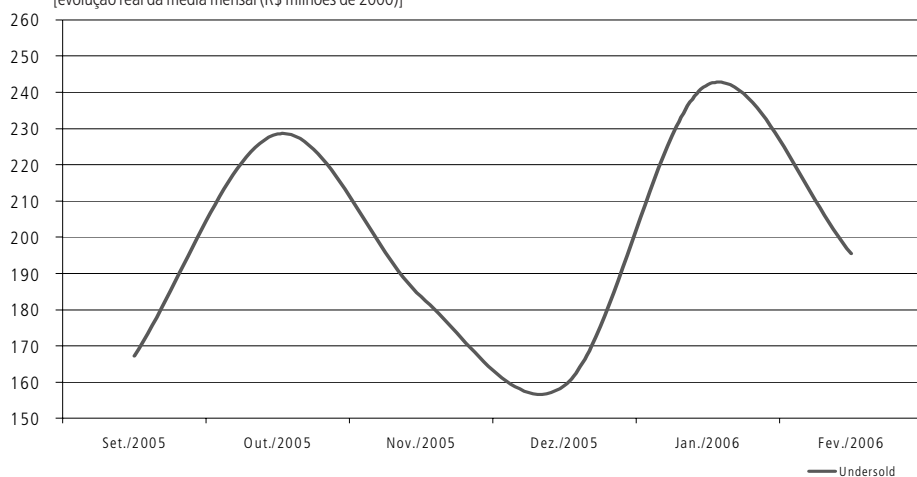
pelos recentes sinais de aumentos da inadimplência, do *spread* bancário e das taxas de juros na ponta da aplicação, sobretudo dos recursos de créditos concedidos às pessoas jurídicas.

Nesse sentido, o declínio da base monetária e a concomitante redução nas posições de curtíssimo prazo das instituições financeiras, quanto ao financiamento líquido dos títulos públicos federais (*undersold*) em fevereiro de 2006 (Gráfico 6.7), apontam para a estabilidade dos níveis das operações de crédito nos primeiros meses do ano.

GRÁFICO 6.7

POSIÇÃO DE FINANCIAMENTO LÍQUIDO DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS

[evolução real da média mensal (R\$ milhões de 2000)]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

CRÉDITO

Nos últimos meses, a oferta de crédito vem passando por significativa desaceleração dos ritmos de crescimento do crédito pessoal, no segmento de recursos livres, e das concessões do BNDES, no segmento de recursos direcionados, indicando a probabilidade de um eventual esgotamento das altas taxas de expansão observadas desde 2004 até meados do segundo semestre do ano passado.

A Tabela 6.2 apresenta as taxas acumuladas em 12 meses de expansão real do volume do crédito na economia, para diversas modalidades, entre dezembro de 2004 e janeiro de 2006. Assim, nos 12 meses terminados em janeiro de 2006:

- a) o volume real do crédito total na economia registrou taxas decrescentes de expansão;
- b) no segmento de recursos livres, a estabilidade do ritmo de aumento das concessões à pessoa física foi acompanhada pelo recuo do crescimento do crédito à pessoa jurídica em todas as modalidades; e
- c) no segmento de recursos direcionados, a relativa estabilidade da trajetória de elevação real do crédito resultou de uma aceleração das concessões aos setores rural e habitacional, compensada, essencialmente, pela queda no ritmo de expansão das concessões diretas fornecidas pelo BNDES.

Por outro lado, ao final de janeiro de 2006, os saldos líquidos do crédito total, do crédito com recursos livres e do crédito com recursos direcionados atingiram 31% do PIB, 20,7% do PIB e 10,3% do PIB, respectivamente (Gráfico 6.8), ante as marcas correspondentes de 27,2% do PIB, 17,5% do PIB e 9,7% do PIB, registrados em janeiro de 2005. Note-se, ainda, de acordo com o Gráfico 6.8, as trajetórias recentes de queda de crescimento nas modalidades de crédito como percentagem do PIB.

No Gráfico 6.9, os indícios de esgotamento do ciclo expansivo do crédito à pessoa física aparecem, desde fins de 2005, com a queda e a maior volatilidade das séries de operações de referência para a taxa de juros a preços constantes.

Finalmente, a evolução diferenciada do crédito para pessoas físicas e jurídicas ao longo de 2005 e durante o início de 2006 pode ser explicada pelo comportamento específico das taxas de juros na ponta da aplicação de cada modalidade.

TABELA 6.2
OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO
 [variação % real em 12 meses]

Período	Recursos livres ^a							Recursos direcionados ^e						Total geral ^g	
	Pessoas físicas ^b			Pes- soas jurídi- cas ^{b,c}	Pes- soas jurídi- cas ^{b,d}	Outros	Total	Habi- tação	Rural	BNDES			Outros		Total
	Pessoal	Demais	Total							Direto	Repas- ses ^f	Total			
2004 Dez.	32,5	12,8	19,6	18,1	-10,4	40,4	16,0	-2,8	9,5	4,3	-0,2	2,1	19,7	3,5	11,1
2005 Jan.	35,2	14,2	21,4	21,6	-8,6	46,7	18,8	-1,5	10,6	6,3	-2,9	1,9	21,1	3,7	12,9
Fev.	37,3	15,7	23,2	22,2	-9,2	44,0	19,1	-0,6	9,7	10,7	-4,8	3,0	20,6	4,4	13,4
Mar.	39,6	15,6	24,1	22,2	-9,5	48,9	19,8	-2,1	11,1	8,7	-5,0	2,0	22,0	3,8	13,6
Abr.	40,5	16,7	25,2	22,9	-14,2	46,1	18,9	-2,4	10,9	4,7	-5,5	-0,2	21,9	2,3	12,6
Mai.	41,2	18,6	26,8	20,4	-22,4	48,8	16,9	-1,7	9,3	1,9	-3,8	-0,8	21,9	1,8	11,2
Jun.	41,2	20,0	27,8	19,2	-20,1	50,0	17,8	0,0	7,1	-0,1	-0,9	-0,5	19,0	1,7	11,8
Jul.	43,0	22,6	30,2	19,8	-18,2	43,4	18,9	1,0	7,8	1,2	0,5	0,9	20,3	2,8	12,9
Ago.	43,8	24,3	31,6	17,1	-16,3	44,2	19,3	2,2	3,9	2,6	1,8	2,2	20,4	3,1	13,3
Set.	42,9	24,5	31,4	16,0	-16,9	36,8	18,3	3,8	1,3	-0,7	2,1	0,6	17,1	1,7	12,2
Out.	40,3	23,4	29,7	13,6	-13,2	24,8	16,3	4,7	2,8	-2,8	1,3	-0,9	13,2	1,1	10,8
Nov. ^h	40,7	25,0	30,9	15,5	-11,1	27,7	18,4	6,3	3,6	2,4	1,3	1,9	8,9	3,1	12,8
Dez. ^h	38,2	24,3	29,6	16,1	-1,6	26,5	19,9	7,8	5,0	5,7	7,0	6,3	4,0	6,1	14,9
2006 Jan. ^h	37,4	24,9	29,7	14,1	-5,8	23,6	18,2	9,9	6,6	2,1	8,2	4,9	3,6	5,9	13,8

^a Os recursos livres são definidos de acordo com a Circular 2.957, de 30/12/1999. Não inclui companhias hipotecárias e agências de fomento e desenvolvimento.

^b Operações referenciais para taxas de juros.

^c Exclui os créditos referenciados em moeda estrangeira.

^d Operações de crédito referenciadas em moeda estrangeira.

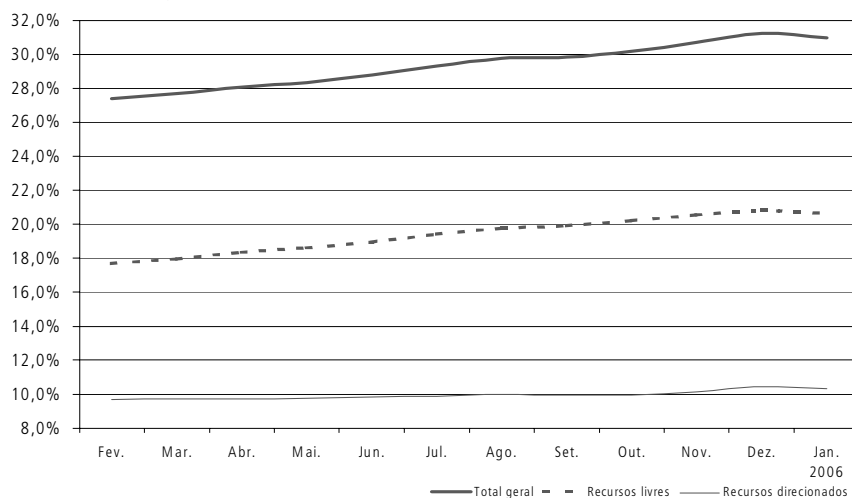
^e Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

^f Inclui créditos ao setor privado sob a forma de repasses, inclusive via Finame.

^g O total de crédito é definido de acordo com a Resolução 2.682, de 21/12/1999.

^h Dados preliminares.

GRÁFICO 6.8
OPERAÇÕES DE CRÉDITO
 [saldo de fim de período (% do PIB)]

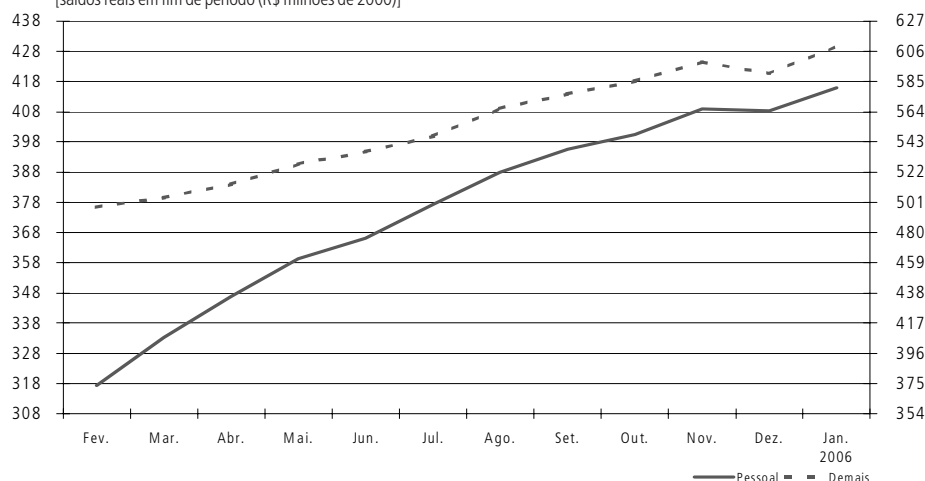


Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 6.9

OPERAÇÕES DE CRÉDITO REFERENCIAL PARA TAXA DE JUROS PARA PESSOA FÍSICA

[saldo reais em fim de período (R\$ milhões de 2000)]

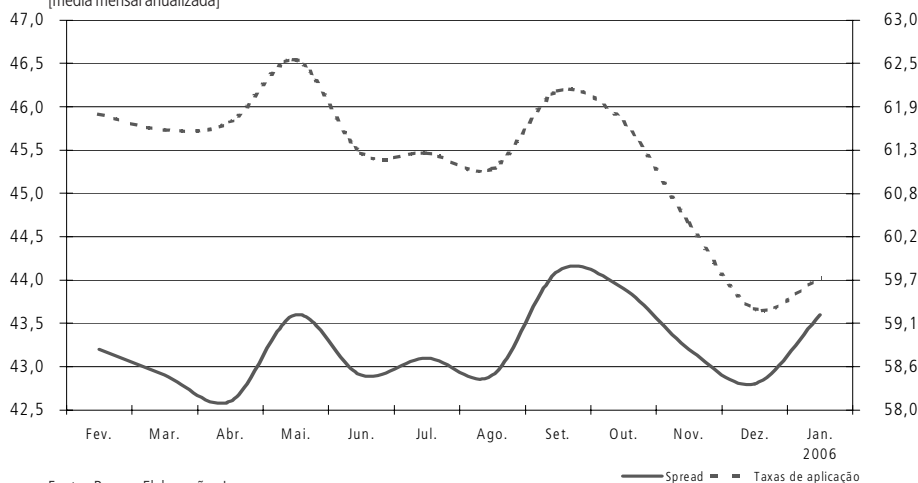


Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 6.10

TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA

[média mensal anualizada]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

O Gráfico 6.10 mostra que, no caso do crédito à pessoa física, as taxas de juros tendem a acompanhar de perto, invariavelmente, o comportamento do *spread* bancário. Já no caso das taxas de juros do crédito à pessoa jurídica, pode-se inferir do Gráfico 6.11 que, embora haja uma relação positiva próxima entre sua trajetória e a evolução das taxas de juros de captação, tal relação não apresenta regularidade temporal similar à que prevalece entre as variáveis destacadas no caso anterior.

Desse modo, no segmento do crédito à pessoa jurídica, as taxas de juros na ponta da aplicação, cujo padrão de comportamento caracterizou-se pela grande influência da trajetória das taxas de captação até julho de 2005, passaram a refletir desde então, progressivamente, a trajetória em elevação do *spread* bancário, deixando-se influenciar novamente pelo comportamento das taxas cadentes de captação, apenas depois de outubro do ano passado.

GRÁFICO 6.11

TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA JURÍDICA

[média mensal anualizada]

